

8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声

核心观点

8月全国调查失业率5.6%，较7月再降0.1个百分点，全年压力最大时点已过，完成全年6.0%的目标难度较小。调查失业率再度下行预示宽松进入尾声，央行前期多次发生要关注政策的后遗症、考虑阶段性政策的适时退出，我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧。

□ 失业持续改善，目标完成不难

8月全国调查失业率5.6%，前值5.7%，失业压力继续缓解，完成全年6.0%的目标难度较小，灵活就业政策助力下，全年失业率压力最大的时点已平稳渡过。未来，随着线下服务业场景恢复、企业盈利修复，调查失业率中枢有望继续下行。

□ 工业加快恢复，制造强劲引领

8月工业增加值同比5.6%，如期回升，略高于我们预期0.3个百分点。8月份制造业生产保持强劲，两个大循环的作用以及生活性服务业修复加快是促使工业加快恢复的重要因素，且向好趋势有望得到延续。

□ 社零首迎正增，有望加速修复

8月社会消费品零售总额名义同比+0.5%，疫情发生以来首次迎来正增长，消费修复速度加快。一方面，随着经济修复，居民可支配收入稳步提升，消费能力和消费意愿逐步增强，从M0数据同比下行也可以看出居民持有预防性现金的意愿有所下降，这是消费增速转正的决定性因素。另一方面，随着疫情影响趋弱之后，受制于“社交距离”的可选消费品开始复苏，纺织服装当月同比增速转正至+4.2%，餐饮收入修复4个百分点到-7%。

□ 投资继续修复，地产数据最具韧性

1-8月全国固定资产投资同比下降0.3%，降幅比1-7月份收窄1.3个百分点，其中，地产投资累计同比4.6%，较前值修复1.2个百分点，基建投资累计同比-0.3%，较前值修复0.7个百分点，上行仍然较为乏力，制造业投资累计同比-8.1%，较前值修复2.1个百分点，修复速度加快。我们估算的地产、基建、制造业投资8月当月同比增速分别为12%、4%和5%，前值分别为11.6%、7.9%和-3%，地产投资仍然更具韧性，制造业投资当月增速年内首次转正，符合我们的预判，基建投资当月增速相比上月有所下滑，我们认为财政存款淤积和天气因素扰动是主因，销售数据冲高带动地产投资强劲，销售回款加速，后续地产投资有望稳步回升。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《8月数据预测：贸易顺差超预期拉动GDP》2020.07.01

2《7月经济数据：调查失业率未上行，结构性宽松难》2020.08.14

3《7月数据预测：经济延续确定修复》2020.08.01

4《6月经济数据：GDP增速验证出口超预期》2020.07.16

5《6月数据预测：贸易顺差超预期拉动GDP》2020.07.01

正文目录

1. 就业目标完成，宽松尾声临近	3
2. 失业持续改善，目标不难完成	3
3. 工业加快恢复，制造强劲引领	4
4. 社零首迎正增，有望加速修复	5
5. 投资继续修复，地产数据最具韧性	7
5.1. 制造业投资修复有所加速，当月增速转正	7
5.2. 基建转正延迟，扰动因素仍存	8
5.3. 销售冲高，回款加速，投资强劲	9

图表目录

图 1: 8月调查失业率下降到5.6%，失业率目标完成难度较小	4
图 2: 工业增加值主要门类：8月同比较前值平稳回升	5
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 6: 8月通讯器材、化妆品、金银珠宝领涨，餐饮、石油及制品依旧乏力	5
图 7: 快递业务量保持高速增长	6
图 8: 商用车、乘用车销量表现分化	6
图 9: 固定资产投资分项走势	7
图 10: 制造业投资分行业表现	8
图 11: 基建投资分行业表现	9
图 12: 2020年1-7月，全国新开工改造城镇老旧小区2.22万个，占年度目标任务（3.9万个）的56.4%	11

1. 就业目标完成，宽松尾声临近

调查失业率再度下行，全年压力最大时点已过。8月全国调查失业率5.6%，较7月再降0.1个百分点，失业压力继续缓解，全年失业率压力最大的时点已平稳渡过，完成全年6.0%的目标难度较小。

调查失业率再度下行预示宽松进入尾声，我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧。6月18日陆家嘴论坛上，易纲行长就前瞻性提出“要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”；随后，余初心发文再次提示金融风险苗头隐现，市场机构需要正确认识特殊政策的阶段性特征。当下，保就业目标基本完成，防范金融风险可能成为货币政策的首要目标。我们提示核心跟踪DR007走势，若DR007持续性地位于7天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向，时点提示关注10月底政治局会议。

8月经济增长势头良好。供给端，工业增加值+5.6%，较前值提高0.8个百分点，制造业生产保持强劲。需求端，1-8月全国固定资产投资同比下降0.3%，降幅继续收窄，地产单月增速11.8%，仍然最具韧性；8月社会消费品零售总额同比增长0.5%，实现了疫情后的首次正增长，未来有望加速修复。

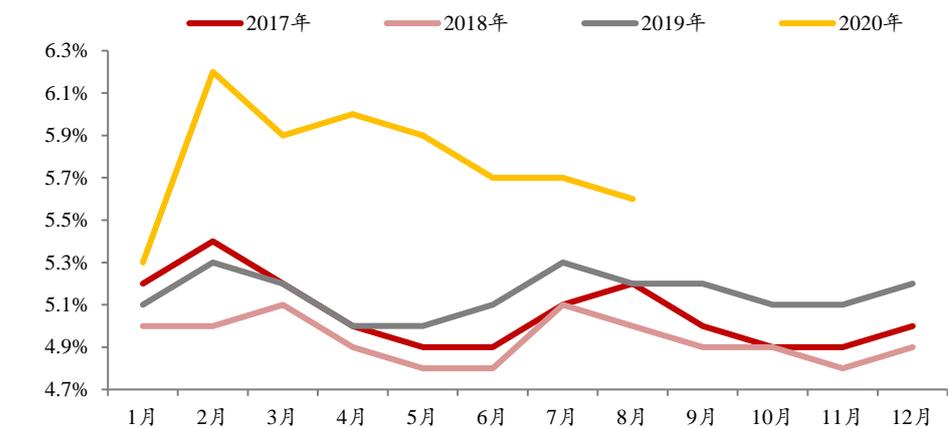
2. 失业持续改善，目标不难完成

8月全国调查失业率5.6%，前值5.7%，失业压力继续缓解，完成全年6.0%的目标难度较小。8月新增城镇就业人数110万人，去年同期为117万人，新增就业岗位创造能力有所恢复，1-8月累计新增城镇就业781万人，大概率在10月份提前完成全年目标。

灵活就业政策助力下，全年失业率压力最大的时点已平稳渡过。7月教育部发布通知称，将开设网店纳入自主创业范围，并首次把互联网营销工作者、公众号博主、电子竞技工作者等加入到自由职业的范畴。疫情发生以来，直播、网店等互联网新业态持续创造岗位，对解决毕业生等弱势群体就业的确发挥了一定作用。8月24日发布的《淘宝商家信心报告》显示，近8%的淘宝商家是应届大学生创业者，且预计年内还有25%的商家将增加招聘岗位；大学生求职平台梧桐果数据显示，2020届文科高校毕业生中选择灵活就业的人数占到了39.4%；9月9日中国人民大学国发院发布的一份报告显示，抖音平台在过去一年带动的就业数量超过3600万个。

除此之外，调查失业率下行的原因还包括：其一，线下服务业场景迅速修复，电影院和国内旅游景气度显著提振，服务业吸纳就业的能力逐步体现，可以与PMI服务业从业人员指数相互印证；其二，经济持续复苏带动企业盈利修复，7月工业企业利润增速19.6%，用工需求随之改善，失业率中枢有望下移；其三，随着财政支出速率提升、基建投资加速，叠加汛期过后重建工作启动，工程项目也创造了一批就业机会。展望未来，经济依然处于复苏阶段，调查失业率有望持续改善，“保就业”的最终目标或面临转向。

图 1：8 月调查失业率下降到 5.6%，失业率目标完成难度较小



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 工业加快恢复，制造强劲引领

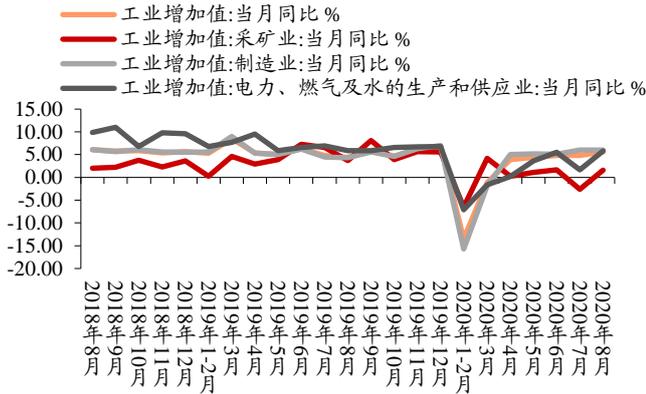
8 月工业增加值同比 5.6%，如期回升，略高于我们预期 0.3 个百分点，原因在于采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业回升幅度略高于我们预期。1-8 月工业增加值累计同比上升 0.4%，工业生产回归正轨。

8 月份制造业生产保持强劲，两个大循环的作用以及生活性服务业修复加快是重要因素。第一，我国供给弥补海外防疫物资、宅经济需求供需缺口、替代海外供给的逻辑继续兑现，8 月出口数据保持强劲。第二，在内需方面，畅通国内大循环推动需求回升，环保标准切换、基建项目加快推进带动汽车、专用设备等行业生产。从国内 8 月挖掘机销量同比增速 51.8%（连续 5 个月增速 50%），8 月汽车产销量同比增长 6.3% 和 11.6% 可以印证。第三，生活性服务业持续回暖对相关产业链有促进作用，随着国内疫情防控形势趋于稳定，居民消费需求加快释放，8 月份住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业有序恢复经营，商务活动指数继续回升，均高于 57.0%。据文旅部数据，今年 7 到 8 月份，乡村旅游总人数、总收入均已恢复往年同期的九成多，开工率达 94.5%。

我们认为，9 月工业生产将继续向好。第一，两个大循环的逻辑将继续兑现。海外疫情尚未得到控制，海外供需缺口依然需要我国供给支撑。第二，9 月份国内汛情逐渐结束，灾后重建回补、基建施工等前期受拖延的项目进度将提速。第三，旅游、影院等服务业务继续修复将带动相关工业产品需求，激发产业链上游的工业生产动力。

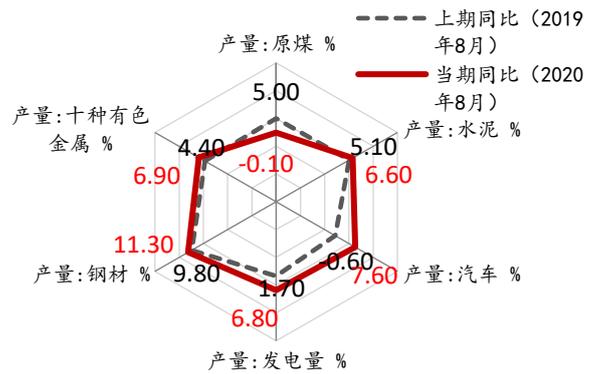
从分项数据上看，8 月份，采矿业增加值增长 1.6%，制造业增长 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%。我们主要关注的工业产品：除原煤增速不及去年同期外，水泥、钢材、汽车、发电量、十种有色金属 7 月同比增速均正高于去年同期，且增速都在 6% 以上。

图 2：工业增加值主要门类：8 月同比较前值平稳回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比

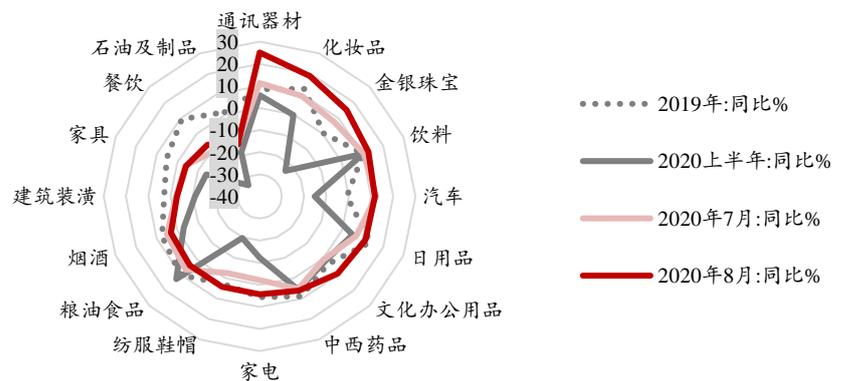


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 社零首迎正增，有望加速修复

8 月社会消费品零售总额名义同比+0.5%，疫情发生以来首次迎来正增长，5-7 月分别为-2.8%、-1.8%、-1.1%，消费修复速度加快。一方面，随着经济修复，居民可支配收入稳步提升，消费能力和消费意愿逐步增强，从 M0 数据同比下行也可以看出居民持有预防性现金的意愿有所下降，这是消费增速转正的决定性因素。另一方面，随着疫情影响趋弱之后，受制于“社交距离”的可选消费品开始复苏，纺织服装当月同比增速转正至+4.2%，餐饮收入修复 4 个百分点到-7%。

图 6：8 月通讯器材、化妆品、金银珠宝领涨，餐饮、石油及制品依旧乏力



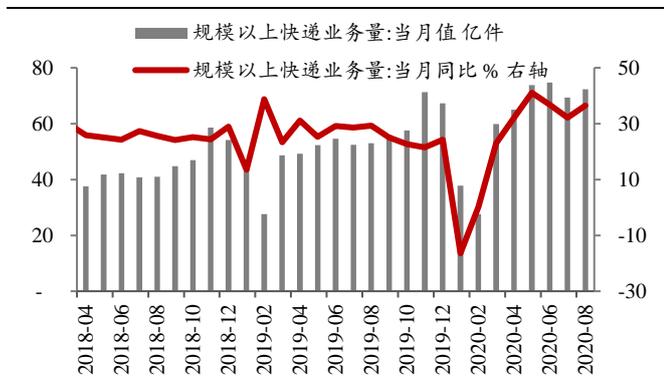
资料来源：Wind，浙商证券研究所

8 月限额以上金银珠宝当月同比+15.3%，继 7 月增速转正之后延续强势表现，主要受益于婚庆、高端礼品市场复苏。婚礼延迟但不会缺席，上半年结婚登记数量显著低于往年，随着疫情得到有效控制，下半年婚庆市场将出现补偿式增长，金银珠宝需求仍有

支撑。与此同时，疫情发生之后金银价格显著提振，从 CPI 其他用品与服务环比大幅回升中也可以得到印证，金银饰品行业迎来量价齐升的黄金时期。

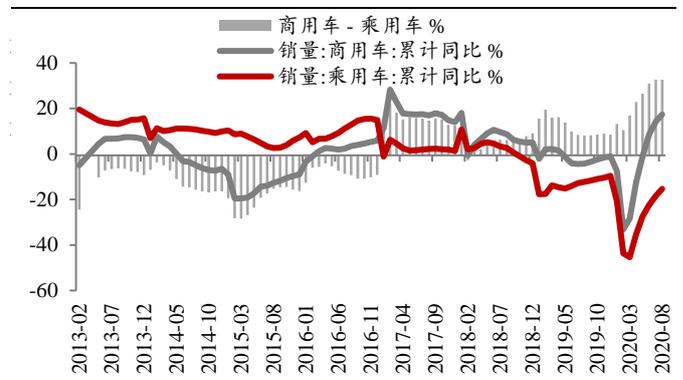
汽车消费继续良好表现，8月汽车销量同比增长11.6%。其中，商用车销量+41.5%，继续强势表现，1-8月商用车累计销量同比达到17.4%，商用车的高景气度来源于：(1)工业复苏叠加基建投资发力，物流运输需求快速增长，截至7月份社会物流总额增速已转正；(2)“国三”中重型货车淘汰力度加大，报废置换需求是中重型货车高速增长的重要动力；(3)疫情虽冲击了消费，但网购受冲击较小，4月份以来快递业务量同比增速在30%以上，另外，线上买菜、地摊经济等业态热度较高，带动了轻型和微型货车的销量。乘用车8月销量同比增长6%，1-8月累计增速-15.4%，疫情以来商用车和乘用车的分化表现可以看作是固定投资和社零消费分化修复的一个映射。

图 7：快递业务量保持高速增长



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：商用车、乘用车销量表现分化



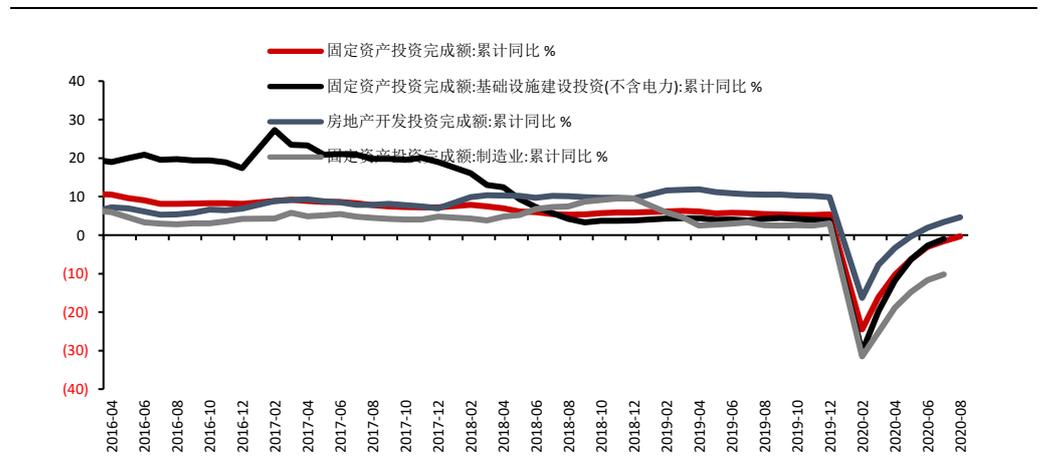
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

消费场景限制逐渐放松，线下活动正在快速复苏，消费仍有修复动力。电影院于7月20日有序开放营业，一个月左右复工率就达到了八成以上，观影人数和电影票房快速回升，七夕当日票房突破5亿元。“跨省游”恢复叠加暑期进入旅游旺季，民航航班量及各地酒店入住率进一步提升，而且由于目前出境旅游仍比较困难，存在一部分高附加值旅游需求向国内转移的可能性，十一黄金周可能迎来一波小高潮。

5. 投资继续修复，地产数据最具韧性

1-8月全国固定资产投资同比下降0.3%，降幅比1-7月份收窄1.3个百分点，其中，地产投资累计同比4.6%，较前值修复1.2个百分点，基建投资累计同比-0.3%，较前值修复0.7个百分点，上行仍然较为乏力，制造业投资累计同比-8.1%，较前值修复2.1个百分点，修复速度加快。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资8月增速分别为12%、4%和5%，前值分别为11.6%、7.9%和-3%，地产投资仍然更具韧性，制造业投资当月增速年内首次转正，符合我们的预判，基建投资当月增速相比上月有所下滑，目前仍显疲态。

图9：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.1. 制造业投资修复有所加速，当月增速转正

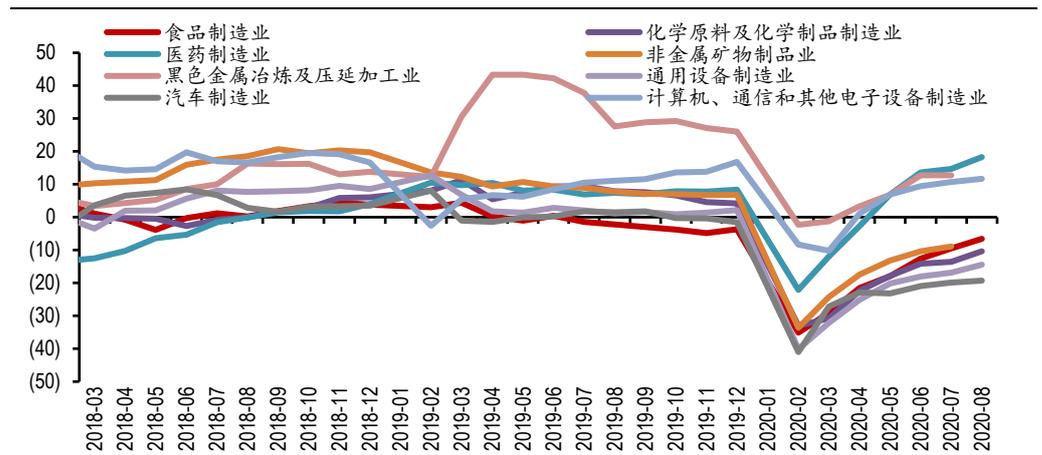
8月制造业投资累计同比增速修复2.1个百分点至-8.1%，节奏有所加快，8月当月增速+5%，较前值-3.1%提高超8个百分点，且年内首次转正，体现出制造业投资修复进入快车道。我们认为主要有几方面因素支撑：第一，地产、基建投资增速前期改善幅度较大，尤其是地产投资增速高，制造业需求改善，企业利润快速修复，5月以来，工业企业利润当月同比增速维持正增长且增幅扩大，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除MPA考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，7、8月份，新增人民币贷款中企业中长期贷款占比分别达到60%和57%，较上半年30-40%的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-8月高技术制造业投资增长8.8%，较前值继续提高1.4个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长18.3%、7.8%。除此之外，当前投资累计同比增速为正的行业仅有黑色金属冶炼及压延加工业+12.7%、石油、煤炭及其他燃料加工业+4%，主要受益于基建地产投资的支撑及石油价格的回升，而消费品制

造业、相关化工行业及设备制造业投资仍然为负且明显低于整体制造业，修复速度相对较慢。

总体看，制造业投资增速在部分行业的引领下，呈现加速修复态势，但以当前的增速向后推演，我们预计今年制造业投资转正的概率仍然不大，维持年末回升至-1%左右的判断。

图 10：制造业投资分行业表现



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.2. 基建转正延迟，扰动因素仍存

1-8 月基建投资累计同比-0.3%，前值-1.0%。根据推算 8 月投资同比增速 3.9%，前值 7.9%。分行业看，1-8 月道路运输、水利管理、铁路运输和公共设施管理投资增速分别为 2.9%、1.2%、6.4%和-3.9%，前值 2.4%、2.9%、5.7%和-5.2%。

在资金较为充裕的背景下，2020 年基建投资回升的速度弱于预期，主因是受到较多外生扰动因素影响，财政支出效率较低、大面积降雨导致停工或施工强度下降等等，8 月基建数据环比走弱，转正延迟。

天气扰动仍存，基建节奏下降。我们此前提出，大规模降雨、汛期等天气因素将对

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2538

